

Vícefaktorové metody stanovení hodnoty podniku

Klára Zapletalová

Abstract:

Purpose of the article: Předložený článek se zabývá metodami oceňování specifického druhu podniků, konkrétně rodinných podniků. Po počátečním uvedení do oblasti oceňování a charakteristik rodinných podniků se zaměřuje na zjištění vlivu těchto charakteristik na určování jejich hodnoty, a to při současném respektování nejen finanční, ale rovněž emoční hodnoty, jejíž existence je typická právě pro tento druh podniků.

Methodology/methods: Pro splnění cíle článku byl použit sekundární sběr informací. Autorka po studiu literatury zaměřující se na oblast oceňování podniků a specifické rysy rodinných podniků, mající vliv na ocenění, shrnuje hlavní problémy spojené s oceňováním těchto podniků.

Scientific aim: Hlavním cílem článku je na základě specifík rodinných podniků zjistit, zda jsou v současné době používané metody oceňování vhodné pro určení hodnoty těchto podniků.

Findings: Ze studia charakteristických rysů rodinných podniků vyplynulo, že jejich postavení mezi ostatními organizacemi je natolik specifické, že si žádá individuální přístup k jejich ocenění, a aplikace standardních metod pro určení jejich hodnoty tak pro ně není bez úprav vhodná.

Conclusions: Literatura naznačuje, že rodinné podniky jsou použitím tradičních metod podhodnocovány oproti jejich skutečné hodnotě a že je právě pro tyto typická tvorba emoční hodnoty týkající se subjektivního ocenění – tedy určení hodnoty z perspektivy jejich vlastníka.

Keywords: rodinný podnik, oceňování rodinných podniků, specifika rodinných podniků, emoční hodnota podniků.

JEL Classification: G32

Úvod

Oceňování podniků, jakožto fundamentální disciplína finančního řízení, je velmi širokou oblastí, která však v kontrastu k tomuto faktu musí akceptovat individuální znaky hlavního předmětu ocenění. Je proto i v dnešní době, kdy jsou akcentovány metody oceňování využívající volných peněžních toků, žádoucí, hledat nové způsoby respektující specifika toho kterého typu podniku, a to prostřednictvím vyvíjení metod nových či modifikací těch stávajících. Předložený příspěvek se zabývá právě jedním ze specifických druhů podniků, a to podniků rodinných. Jejich důležitost skrze ekonomické i společenské příspěvky je dle současných výzkumů nezpochybnitelná. Aktuálnost zájmu o ně rovněž podporuje očekávaná postupná generační výměna, která bude pravděpodobně představovat jejich další „zkoušku“. I v této souvislosti je důležité hledat co nejpřesnější možnosti určování jejich hodnoty – a to nejen z perspektivy kupujících, ale též prodávajících.

1 Vhled do oceňování podniků

Oblast oceňování podniků lze považovat – nejen pro její rozsáhlost a variabilitu přístupů oceňování, ale především pro její podstatu plynoucí ze zájmu i potřeby určování hodnoty podniků – za fundamentální oblast finančního řízení. Její důležitost je reflektována nikoli pouze ve specifických a pro podnik spíše „výjimečných“ situacích, mezi něž můžeme zařadit různé formy přeměn obchodních korporací či jejich prodej (i když bývají pravděpodobně právě tyto situace iniciačním prvkem potřeby ocenění), ale též při kontinuálním určování a řízení hodnoty podniku.

Vzhledem k již zmíněné šíři a variabilitě této oblasti je na úvod vhodné připomenout, že v posledních letech jsou preferovány a za teoreticky nejsprávnější považovány (Sabolovič, 2011) metody založené na analýze výnosů (výnosové metody), přičemž mezi těmito lze jako pravděpodobně nejužívanější formu označit metodu diskontovaných peněžních toků. Další metody pak hrají roli spíše doplňkovou, popřípadě jsou vhodně aplikovány dle specifík toho kterého podniku.

Odborníci z oblasti oceňování se často shodují na tom, že objektivní hodnota podniku neexistuje (Mařík, 2011), (Kislingerová, 2001). Je tedy vhodné mít na mysli toto paradigma – paradigma sdělující, že hodnotu podniku můžeme vnímat spíše jako víru v budoucnost podniku vyjádřenou v penězích (Mařík,

2011) – současně s respektováním specifík konkrétních oceňovaných podniků, přičemž snaha o co nejpresnější zachycení hodnoty podniku by měla být aspirací podněcující hlubší poznání a nalézání nových či prohlubování stávajících přístupů ocenění.

Jak dosavadní sdělení naznačují, složitost oblasti oceňování podniků je značná a to především, dostanou-li se do předmětu zájmu ocenění typy podniků, k nimž je nutné přistupovat, v relaci k jejich podstatě, obzvláště specificky. K jednomu z těchto typů, na které bude zaměřena pozornost v rámci tohoto příspěvku, lze řadit rodinné podniky, jejichž charakteristiky se pokusím v následující části přiblížit. Následně ze specifických rysů rodinných podniků vyvodím dopady na jejich oceňování a obhájení potřeby těmto podnikům věnovat v rámci procesu ocenění pozornost, spočívající v úpravě současných postupů, popřípadě nalezení postupu nového.

Protože není možné pokoušet se o ocenění vybraného podniku (ať již konkrétního, či dané „skupiny“), aniž bychom disponovali dostatečným množstvím informací, v následující části příspěvku nastíním současné úsilí o vymezení pojmu rodinného podnikání.

2 Vymezení rodinných podniků

Na počáteční těžkosti narážíme již při samotné snaze o jednoznačné vymezení pojmů, jako je rodinný podnik či rodinné podnikání. Ačkoli je možné při vyhledávání těchto spojení nalézt několik – často velmi odlišných – výsledků, konsenzus nad jediným a ustáleným vysvětlením prozatím neexistuje (Koráb, Hanzelková, Mihalisko, 2008; Odehnalová, 2011; Hesková, Vojtko, 2008; Rydvalová, Horynová, Zbránková, 2016; Machek, Hnilica, 2015).

K vymezení pojmu rodinného podniku jsou často využívána různá kritéria s rozličnými určujícími hodnotami – mezi ty nejčastější patří procento podniku vlastněného rodinou, počet generací (bývalých i současných) angažovaných v podniku (jako vlastníci či zaměstnanci), velikost podniku, míra strategického vlivu rodiny na chod podniku či úmysl rodiny předat podnik další generaci (Koráb, Hanzelková, Mihalisko, 2008). Hesková a Vojtko (2008) pak uvádí, že základním definičním znakem pro rodinný podnik je právě vlastnictví (což zdůrazňují ve své práci i Rydvalová, Horynová, Zbránková, 2016), přičemž požadovaná míra podílu se pak mezi autory liší. Někteří z nich požadují minimálně 50% vlastnictví rodiny, jiní 60 % a více (Hesková, Vojtko, 2008). Profesor Koráb a kol. ve své knize Rodinné podnikání (Koráb, Hanzelková, Mihalisko, 2008) čtenářům předkládá mnohé další varianty vymezení rodinného podniku, z nichž bych vyzdvihla Goehlerův pohled, dle něhož lze mluvit o rodinném podniku za předpokladu, že na něj vyvíjí rozhodující a určující vliv rodina, přičemž jsou z tohoto pohledu zásadní dva faktory – podíl rodiny na vlastním kapitálu nebo členství ve statutárním orgánu. Rodina buď musí zcela dominovat v jednom z těchto faktorů, nebo pak musí být menší vliv jednoho faktoru kompenzován odpovídajícím vlivem faktoru druhého. Podíl rodiny na vlastním kapitálu je však i zde zdůrazňován – a tedy nutnou podmínkou. Ani pokus Shankera a Astrachana směřující k ustálenému vymezení prostřednictvím tří definic rodinného podniku – široké, středně široké a úzké – se v praxi zcela neuchytil (Koráb, Hanzelková, Mihalisko, 2008). Další snahy (založené na argumentech, že rozdělení podniků na rodinné a nerodinné je umělé a nekoresponduje s realitou) představují méně hraniční vymezení. Autoři Astrachan, Klein a Smyrnios představili F-PEC škálu, která dovoluje měřit míru tzv. rodinnosti (Koráb, Hanzelková, Mihalisko, 2008). Klein pak přednesl míru SFI (*Substantial Family Influence*), kdy jsou počítány procentuální podíly rodiny ve vlastnictví, managementu a správních orgánech podniku. Dále Massis a kol. souhrnně uvádí, že každé vymezení rodinného podniku obsahuje tři dimenze, kterými jsou: a) vlastnický podíl rodinných příslušníků, b) jejich členství ve správních orgánech společnosti a c) jejich členství ve vrcholových řídicích funkcích (Machek, Hnilica, 2015).

Další možnou (a značně liberální) optiku představuje výzkumu amerických rodinných podniků realizovaný společností Massachusetts Mutual Life Company, ve kterém (jako jedno z kritérií) pro splnění přijmutí rodinného podniku bylo dostačující, že majitel prostě jen – například skrze rodinné konzultace o podnikání – považoval svůj podnik za rodinný (Hesková, Vojtko, 2008). Tento pohled podporují i Chua, Chrisman a Sharma (1999) tvrzením, že zájem rodiny o podnikání je to, co způsobuje odlišnosti mezi rodinným a nerodinným podnikáním (Odehnalová, 2011).

Hesková a Vojtko (2008) pak vymezují několik společných charakteristik rodinných podniků, z nichž bych vyzdvihla dvě – že nelze definovat rodinné podniky pouze na základě vlastnictví a že rodinné podniky není možné vymezovat na základě jejich velikosti a pro jejich určení používat kritéria aplikovaná na ostatní podnikatelské subjekty (jako např. počet pracovníků). Ačkoli velké podniky nejsou typickým zástupcem těch rodinných, jejich zastoupení potvrzují světově nejznámější rodinné společnosti, z nichž lze jmenovat například italský Benetton, americký Ford, švédský H&M, francouzský L’Oreal, dánské Lego a nespočet dalších (Koráb, Hanzelková, Mihalisko, 2008).

Na závěr bych jako souhrnný podklad týkající se přiblížení pojmu rodinného podnikání zmínila příspěvek autorek Rydvalové, Horynové a Zbránkové (2016), které odkazují na průzkum 28 evropských zemí (Mandl, 2008) nabízející kritéria pro vymezení rodinných podniků. Dominantním kritériem je v něm již několikrát zmíněné vlastnictví, druhým důležitým faktorem je strategické řízení společnosti v rukou rodiny (nejčastěji je vznesen požadavek, aby alespoň jeden člen rodiny měl významný vliv na řízení), třetí, úzce spojenou s druhou, je role rodiny při kontrole a posledním faktorem je zaměstnávání rodinných příslušníků v podniku.

Pokud jde o současný stav v České republice, ačkoli je zájem o problematiku rodinných podniků nesrovnatelně menší v porovnání s některými jinými státy (což má široké historické souvislosti), je možné vysledovat zvyšující se zájem o problematiku rodinných podniků, a to nejen na akademické půdě. Toto tvrzení podporuje například i zájem Asociace malých a středních podniků a živnostníků České republiky (AMSP ČR), která provádí mimo jiné i pravidelné průzkumy těchto podniků u nás, či zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník (účinný od 1. 1. 2014), který nabízí úpravu rodinného závodu v ustanoveních § 700 – 707 a definuje rodinný závod takto: „*Za rodinný se považuje závod, ve kterém společně pracují manželé nebo alespoň s jedním z manželů i jejich příbuzní až do třetího stupně nebo osoby s manžely sešvagřené až do druhého stupně a který je ve vlastnictví některé z těchto osob. Na ty z nich, kteří trvale pracují pro rodinu nebo pro rodinný závod, se hledí jako na členy rodiny zúčastněné na provozu rodinného závodu*“ (Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, 2012).

Ačkoli výše zmíněné snahy o zavedení a ustálení pojmů souvisejících s rodinným podnikáním rozličných autorů nejsou zdaleka kompletní, jsou i tak dost variabilní a napomáhají snad k vytvoření představy o současné situaci v této oblasti, což bylo v rámci této části příspěvku vnímáno jako primární. I přes veškeré překážky spojené se samotným vymezením toho, co přesně je (či co naopak už není) rodinné podnikání – a s tím související komplikace v podobě obtížné srovnatelnosti statistik i výzkumů – se (nejen) zmiňované teoretické prameny shodují na tom, že jejich důležitost pro ekonomiku je nesporná, a to jak z hlediska procentuální účasti na tvorbě HDP (i když samozřejmě i zde se potýkáme s problematikou vymezení a číselné hodnoty tak nelze vnímat jako absolutní), tak z hlediska charakteristik jejich podnikání, o nichž bude blíže pojednáno dále.

3 Specifika rodinných podniků a dopady na jejich výkonnost

Své zvláštní postavení mezi organizacemi, a tedy odůvodněnou potřebu individuálního přístupu k jejich ocenění, zaujímají rodinné podniky především svou interakcí dvou systémů tvořících základ tohoto sousloví – rodinou a podnikem – přičemž v obou systémech jsou obsaženy různé role stejnými „herci“. Odlišnosti těchto světů – rodinného, pro který je charakteristická citovost a blízkost, a podnikatelského, v němž se často upřednostňuje spíše racionalita a „odstup“ (Koráb, Hanzelková, Mihalisko, 2008) – a jejich současná interakce pak vytváří specifickou směs, jejíž klady mohou mít za následek pozitivní příspěvky v podnikání. Ale také samozřejmě naopak, její záporny mohou způsobit horší postavení podniku oproti podnikům nerodinného charakteru.

Právě tato myšlenka vytváří podhoubí zásadní otázky související s výkonností rodinných podniků, a tak i jejich ocenění. V této oblasti byly realizovány již mnohé studie, které budou zmíněny níže, nikoli však s totožnou či jednoznačnou odpovědí na to, zda ona specifická „směs“ rodiny a podnikání ve své vzájemné interakci je pro finanční ukazatele podniku ve výsledku spíše přínosem, nebo naopak může předjímat jejich nižší hodnoty. Tato konstatování nejsou až tak překvapující vzhledem k obeznámenosti s problematikou spojenou již s pouhým vymezením pojmu rodinného podniku. Není-li přesně definován předmět výzkumu, lze pak jen těžko jejich výsledky porovnávat. Hasso a Duncan (2013) ve své studii,

ve které mimo jiného předkládají přehled současných výzkumů týkajících se hodnocení finančních výstupů rodinných podniků, rovněž k tomuto dodávají, že mnohé studie nedokáží přesně rozlišovat pojmy „ownership“, „control“ a „management“ (Villalonga, Amit, 2006). I přesto však autoři konstatují, že dosavadní výzkum předkládá značný důkaz o pozitivním efektu rodinného podnikání (Anderson, Reeb, 2003a; Barontini, Caprio, 2006; King, Santor, 2008; Lee, 2006; Martinez et al., 2007; Maury, 2006; McConaughy et al., 2001; Sraer, Thesmar, 2007; Villalonga, Amit, 2006), ačkoli existují i protichůdné studie, které naznačují, že tzv. „family effect“ je nulový, či dokonce negativní (Barth et al., 2005; Filatotchev et al., 2005; Pérez-González, 2006; Sciascia and Mazzola, 2008; Villalonga, Amit, 2006; Westhead, Howorth, 2006). Dle autorů existuje již všeobecně přijímaný názor, že zapojení rodiny do podnikání má pozitivní dopad na dlouhodobé výnosy podniku – zisky a peněžní toky (Hasso, Duncan, 2013).

V České republice je tato problematika prozatím nedostatečně prozkoumaná, avšak na základě svého výzkumu Machek a Hnilica (2015) rovněž potvrzují tuto tezi u rodinných podniků v České republice. Budeme-li tedy akceptovat současný, všeobecně přijímaný, předpoklad o lepší výkonnosti rodinných podniků, je třeba se dále ptát na otázku, které faktory tento pozitivní dopad způsobují a jaké to má konsekvence pro jejich oceňování.

3.1 Faktory rodinných podniků ovlivňující jejich finanční výkonnost

Odpovědí na otázku, co způsobuje vyšší výkonnost rodinných podniků, se zabývají například Hasso a Duncan (2013). V této souvislosti na základě výzkumu (Sirmon, Hitt, 2003) konstatují, že příčinu rozdílů ve výkonnosti rodinných podniků lze přisuzovat rodinným faktorům, které ovlivňují orientaci rozhodování rodinných podniků, a dále pak nehmotným aktivům, která tyto podniky generují. Hasso a Duncan (2013) čerpají z dosavadní práce Sirmona a Hitta (2003) a kategorizují rodinné faktory ovlivňující proces oceňování do dvou skupin. Na a) rozhodovací faktory (decision making factors – DMF), které se týkají způsobu, jakým jsou rodinné podniky řízeny, a rozhodovacích procesů, které vedou k charakteristické odlišnosti těchto podniků, a b) faktory nehmotných aktiv (intangible asset factors – IAF), která zahrnují nehmotná aktiva akumulovaná v důsledku povahy rodinného podniku. V následující části představím pojetí těchto faktorů.

3.1.1 Rozhodovací faktory (decision making factors – DMF)

Mezi tyto faktory řadí Hasso a Duncan (2013): 1) dlouhodobou orientaci vycházející z teorie správcovství. Rodinní příslušníci dle této teorie sdílejí mnohem silnější spojení s podnikem, což vede k odlišným manažerským postupům, přičemž jedním z hlavních důsledků je pak právě dlouhodobá orientace (Astrachan, 2010; James, 1999). V ekonomických konsekvencích dlouhodobá orientace zajišťuje budoucí výnosy a také snižuje míru rizika podniku (Hasso, Duncan, 2013). 2) Strukturu řízení rodinného podniku, která dle teorie zastoupení přispívá ke snižování nákladů a problémů zpravidla vznikajících ve vztahu mezi vlastníky a manažery v návaznosti na jejich rozdílné cíle. Naproti tomu však při vyšším rodinném ovládnutí vzniká současně riziko vyvlastňování bohatství případných ostatních majitelů. Tento faktor tedy může jak pozitivně, tak negativně ovlivňovat výnosy i rizika, a to v závislosti na povaze rodinného vlastnictví, řízení a kontroly podniku. 3) „Trpělivý“ kapitál (*patient capital*) souvisí rovněž s dlouhodobou orientací rodinných podniků. Tento kapitál není pod hrozbou požadavku okamžitého vyplácení podílu na zisku či dividend, což přináší rodinným podnikům strategické výhody v podobě získávání kapitálu při nižších nákladech (alespoň v krátkodobém horizontu), čímž může být snadněji zajištěn dlouhodobý výkon (Fama, French, 1999). Tento fakt má důsledky pro požadovanou míru výnosnosti, která musí být zapracována do jakéhokoli oceňovacího modelu (Hasso, Duncan, 2013). 4) „Schopnost přežít kapitálu“ (*survivability capital*), který je posuzován prostřednictvím rámce RBV – *Resource based view* – (Sirmon, Hitt, 2003) a vzniká v důsledku emocionální a finanční vazby rodinného podnikání. S jeho praktickou podobou se můžeme setkat, pokud například člen rodiny pracuje „zdarma“, poskytuje podniku úvěr za cenu nižší než je cena tržní či jiné kapitálové investice (Haynes et al., 1999). Důsledky se pak, kromě zvýšení pravděpodobnosti „přežití“ podniku v nepříznivých dobách, a tedy zajištění budoucích výnosů, projevují v nákladech cizího kapitálu (Hasso, Duncan, 2013).

3.1.2 Faktory nehmotných aktiv (intangible asset factors – IAF)

Povaha rodinného podniku způsobuje hromadění nehmotných aktiv, a tak i výrazné IA faktory u těchto podniků. Autoři zmiňují dvě specifická nehmotná aktiva rodinných podniků: 1) sociální kapitál, vycházející z teorie správcovství a RBV a vznikající především díky hlubokému spojení s podnikem. Z aktivit generujících sociální kapitál lze jmenovat například rozvoj dobré pověsti (Habbershon, Williams, 1999) či posílení vztahů se zákazníky a dodavateli (Sirmon, Hitt, 2003). Tyto aktivity pak mají dopad na budoucí ekonomické zisky¹. Dalším ekonomickým dopadem budování sociálního kapitálu může být vliv na náklady kapitálu, kdy například díky blízkým vztahům mohou být rodinnému podniku nabídnuty lepší úvěrové podmínky (Uzi, 1999). 2) Lidský kapitál, vysvětlený především RBV, avšak rovněž teorií správcovství, je často popisován jako nejvýznamnější nehmotné aktivum (Hand, Lev, 2003). Pravděpodobně s ohledem na dlouhodobou orientaci rodinné podniky více investují do aktivit souvisejících s lidským kapitálem (Miller et al., 2008). V ekonomických souvislostech mají tyto aktivity pozitivní vliv na podnikový výkon díky růstu produktivity (Bartel, 1994), (Hasso, Duncan, 2013).

Obě skupiny výše přiblížených faktorů mají dle Hassa a Duncana (2013), jak naznačuje výzkum (Canibano et al., 2000; Lev, 2001), vliv na tržní hodnotu a upozorňují na fakt, že účetní výkazy jsou v zachycení těchto nefinančních informací omezeny, čehož výsledkem je nesprávné ocenění podniku prostřednictvím současných metod. Hasso a Duncan (2013) pak v další části svého příspěvku zkoumají, jak výše zmíněné rodinné faktory ovlivňují finanční hodnotu prostřednictvím třech „value driverů“ – zdrojů, výnosů a rizika:

1) Zdroje – jak bylo naznačeno, sociální a lidský kapitál lze řadit mezi významná nehmotná aktiva rodinných podniků, a tak i jejich silné „value drivers“. Argumentace podporována literaturou (Sanchez et al., 2000; Villalonga, 2004), a sice vyšší podíl IA faktorů u rodinných podniků, autory utvrzuje v myšlence, že účetní hodnoty čistých aktiv rodinného podniku jsou nespecifikované ve větším rozsahu než u nerodinných podniků (Hasso, Duncan, 2013).

2) Výnosy – současný stav poznání v této oblasti byl již nastíněn v úvodu této kapitoly, ve které jsme v podstatě přijali předpoklad o pozitivním efektu „rodinnosti“ na výkonnost podniků. Autoři k tomuto předpokladu však ještě dodávají, že zapojení rodiny se promítá do vyššího podílu dlouhodobých (tedy více perzistentních) zisků a peněžních toků, a tuto skutečnost je třeba brát v úvahu při ocenění. Vyslovují předpoklad, že rodinné podniky mají více „trvalé příjmy“ než nerodinné podniky. Tyto příjmy jsou, vzhledem k odlišným faktorům rodinných podniků, vnímány jako odolnější a trvalejší, a tak by měly mít větší váhu v oceňovacích modelech. A tak tedy nejen úroveň zisku, ale i jeho kvalita je tím, co řídí hodnotu (Hasso, Duncan, 2013).

3) Riziko – jakožto nedílnou součást oceňovacích modelů a jeden z hlavních „value driverů“ – Hasso a Duncan (2013) demonstrují za pomoci WACC DCF modelu. Co se týče složky WACC – nákladů vlastního kapitálu – jeho odhad je pro rodinné podniky ještě složitější než pro nerodinné, a to v důsledku spojení mezi rodinou a podnikem, které způsobuje, že rodinné podniky vyžadují kromě finančních výnosů i emoční výnosy, které započítávají do těch celkových. Rodina, která přijímá pozitivní (negativní) emoční výnosy pak logicky vyžaduje nižší (vyšší) finanční výnosy (McConaughy, 1999). Autoři tak vyvozují tvrzení, že náklady vlastního kapitálu u rodinných podniků jsou nižší než u nerodinných. Náklady na dluh – jakožto druhá složka WACC – by měly být, vzhledem k teorii zastoupení (McConnell, Servaes, 1990; Morck et al., 1988) a dosavadnímu výzkumu (Anderson et al., 2003) nižší než u nerodinných firem (Hasso, Duncan, 2013). Poslední složku – poměr vlastního a cizího kapitálu – je dle autorů třeba blíže prozkoumat, nicméně dle jejich názoru literatura a teorie o rodinných faktorech naznačuje, že podniky s dlouhodobou orientací a „trpělivým“ kapitálem mají nižší hladiny dluhu, a tak i váhy WACC jsou více nakloněny směrem k vlastnímu kapitálu (Romano et al., 2001). Lze tedy předpokládat, že poměr vlastního a cizího kapitálu rodinného podniku je nižší než u nerodinných

¹ Výzkumy ukazují, že příznivá pověst zlepšuje finanční výkonnost (Roberts, Dowling, 2002) a spokojenost zákazníka je vedoucím ukazatelem budoucí výkonnosti (Ittner, Larcker, 1998). (Hasso, Duncan, 2013).

podniků. V souhrnu a vzhledem k výše uvedeným tvrzením autoři očekávají, že celkový WACC je pro rodinný podnik nižší (Hasso, Duncan, 2013).

Výše uvedené faktory, jejich dopady na tři zásadní „value drivers“ podniku a omezená schopnost účetnictví tyto zachytit, ovlivňují výstup ocenění podniku za použití tradičních modelů. Tyto faktory je potřebné při ocenění jednak brát v potaz a rovněž dále zkoumat, jak z hlediska jejich obsahu, tak z hlediska jejich konkrétního dopadu na ocenění a možnosti jejich zachycení v něm.

3.2 Emoční hodnota podniku jako vliv na subjektivní ocenění podniku

Po dříve uvedených souvislostech týkajících se rodinných faktorů a jejich vlivu na finanční hodnotu podniku vnímám jako účelné zmínit rovněž další koncept, který ovlivňuje hodnotu podniku, tentokrát však viděnou optikou jeho majitele. Jedná se o rámec vnímající a respektující emoční hodnotu pro vlastníka, která je často skloňována právě v souvislosti s rodinnými podniky, ačkoli nemusí být relevantní pouze pro ně.

Při tradičním oceňování jsou aplikovány především neoklasické modely a teorie, které berou v úvahu výhradně ekonomické a finanční aspekty, za současného vyloučení těch nefinančních. Jak však již vyplynulo, majitelé rodinných podniků sledují často nejen finanční, ale rovněž nefinanční cíle, a tak se paradigma čistého finančního užitku nejeví jako vhodné pro tyto typy podniků (Astrachan, Jaskiewicz, 2008). Autoři tak zdůrazňují důležitost emoční složky hodnoty podniku, potažmo jeho ocenění, nikoli pouze složky zahrnující finanční hodnotu a soukromé výhody plynoucí majitelům z kontroly podniku. Rovněž Hasso a Duncan (2013) uznávají, že hodnota rodinného podniku pro jeho majitele je širším pojmem než hodnota pro vlastníky nerodinných podniků. Stejně tak Zellweger a Astrachan (2008) ve své práci akcentují emoční hodnotu ocenění. V další části příspěvku přiblížím dva koncepty emoční hodnoty podniku, tzv. Total Value (Astrachan, Jaskiewicz, 2008) a Willingness to Accept (Zellweger, Astrachan, 2008).

3.2.1 Koncept „Total Value“

Astrachan a Jaskiewicz (2008) představují koncept, jehož základem je součet dvou hlavních komponentů – finanční hodnoty (*financial value*) a emoční hodnoty (*emotional value*). Do finanční hodnoty zahrnují kromě diskontovaných budoucích peněžních toků rovněž soukromé výhody, které jsou „spotřebovávány“ vlastníky rodinných podniků a které musí tak i případný investor zvážit v ocenění, neboť požitky, které může majitel spotřebovávat a kterých by se musel v případě prodeje vzdát, mohou zvyšovat hodnotu podniku. Emoční hodnota je pak tvořena rozdílem mezi emočními výnosy (*emotional returns*) a emočními náklady (*emotional costs*). Na základě výsledných hodnot tohoto rozdílu autoři definují dvě situace:

- 1) ER – EC je kladný, z čehož plyne, že celková hodnota pro vlastníka přesahuje finanční hodnotu; jako příklad této situace autoři uvádějí situaci, kdy majitel zaměstnává neefektivního člena rodiny a je si vědom souvisejících dopadů – důvodem jsou tak pravděpodobně jeho emoční výnosy, které může dobrovolně obětovat těm finančním.
- 2) ER – EC je záporný, a tedy celková hodnota je pro majitele nižší než finanční – v tomto případě emoční náklady převyšují emoční přínosy, přičemž tento stav může zvyšovat pravděpodobnost prodeje, likvidace, nebo vést k nevýhodnému prodeji podniku.

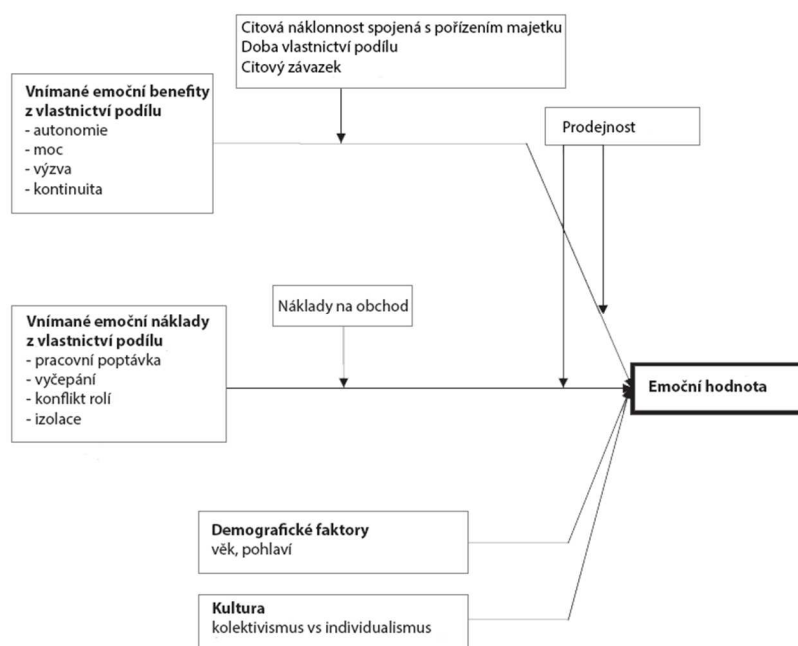
Podstatný je však fakt, že emoční hodnota nemůže být posuzována bez rámce finanční hodnoty, neboť vysoké emoční náklady mohou ovlivnit motivaci majitele, a v konečném důsledku tak způsobit pokles finanční hodnoty. Naopak vyšší finanční hodnota může kompenzovat některé emoční zátěže (Astrachan, Jaskiewicz, 2008).

3.2.2 Koncept „Willingness to Accept“

Zellweger a Astrachan (2008) postupují v problematice emoční hodnoty podniku hlouběji a předkládají již výzkumný rámec obsahující faktory ovlivňující emoční hodnotu. K vysvětlení dochází

prostřednictvím teoretické základny konceptu Willingness to Accept (WTA), který vyjadřuje minimální cenu, za kterou je vlastník ochoten prodat svůj majetek. Namísto emočních nákladů a výnosů používají pojmy emoční benefity a emoční náklady jakožto „předchůdce“ WTA a definují emoční hodnotu jako část WTA, která je nevysvětlitelná finančními aspekty vlastnictví podílu (které zachycuje finanční hodnota) a soukromými benefity plynoucími z kontroly podniku, ale je subjektivně hodnocena vlastníky v souvislosti s emočními benefity a náklady vlastnictví podílu. Emoční hodnota tak může být vnímána jako zůstatek rozdílu mezi finančními toky pro vlastníka a minimální cenou, za kterou je ochoten podíl prodat (WTA): $\text{Emotional Value} = \text{WTA}^2 - \text{Financial Value} - \text{Private Benefits of Control}^3$. Na vliv emočních benefitů a nákladů hledí především skrze optiku endowment theory a ve vztahu k vlastnickému podílu v souladu s touto teorií pak očekávají, že emoční benefity a náklady, které majitelé z vlastnictví vyvozují, budou ovlivňovat úvahy o „majetnictví“ a vzhledem k z nich plynoucím benefitům předpokládají citový vztah mezi vlastníkem a jeho podnikem, který pozitivně ovlivní WTA v tom směru, že budou méně ochotni vzdát se tohoto citového bohatství – a opačně v případě emočních nákladů. Druhou teorií tvořící základnu pro úvahy autorů představuje possession attachment theory⁴ (teorie připoutání k majetku). Z literatury zabývající se tímto přístupem je pak dovozeno, že vlastnictví podílu bude pravděpodobně posilovat připoutání v závislosti na tom, jak je tento pro vlastníka cenný, nakolik odráží vlastnickovo „já“ (což je často představováno vlastníkem vloženým úsilím do podniku) a nakolik odráží jeho osobní roli v kontextu sociálním. Sklon vlastníka prodat svůj podíl tak bude determinován emoční hodnotou, kdy její rostoucí úroveň negativně ovlivňuje pravděpodobnost prodeje – ceteris paribus tak předpokládají, že pravděpodobnost převodu vlastnického podílu stoupá s klesající emoční hodnotou (Zellweger, Astrachan, 2008).

Obr. 1: Rámec pro definování emoční hodnoty



Zdroj: přeloženo dle Zellweger, Astrachan (2008)

² Podobně Zellweger (2006) navrhuje termín Total Value namísto WTA – nicméně tato studie neprezentuje integrální rámec pro úvahy vlastníků o emočních benefitech a nákladech a nevyužívá přístupy possession attachment a endowment theory (Zellweger, Astrachan, 2008).

³ Dyck and Zingales (2004) například říkají, že hodnota soukromých benefitů z ovládání může tvořit až 14 % podílu na vlastním kapitálu (Zellweger, Astrachan, 2008).

⁴ Belk (1992) tvrdí, že v rámci tohoto konceptu není nezbytné právní či fyzické vlastnictví, stačí pouze jakési psychické připoutání, tedy pocit, že předmět je „můj“ (Zellweger, Astrachan, 2008).

V souvislosti s výše uvedeným rámcem bude následující část věnována přiblížení jednotlivých faktorů, které jsou v něm obsaženy.

3.2.2.1 Emoční benefity

Na základě dosavadního výzkumu Zellweger a Astrachan (2008) nabízejí čtyři emoční benefity spojené s vlastnictvím podílu ve firmě: a) moc, b) uspokojení z úrovně výzvy, c) autonomii a d) kontinuitu z perspektivy předávání rodinné podnikatelské tradice. Ocenění těchto benefitů reflektuje to, čeho se vlastníci prodejem vzdávají, což ovlivňují takové faktory, jako je vnímaná důležitost vlastnictví nebo postoj k jeho „vzdání se“. Například čím více si vlastník cení své autonomie, tím větší bude averze k lůstosti z její potenciální ztráty, a současně tím bude v emocionální hodnotě obsažena větší požadovaná kompenzace za tuto ztrátu. Rovněž je předpokládáno, že míra emočních benefitů, které vlastník transformuje do emoční hodnoty, je podporována citovou náklonností spojenou s pořízením majetku, přičemž emoční náklonnost často závisí na způsobu získání majetku⁵. Toto tvrzení je podpořeno i Shepherdem a Zacharakisem (2000) kteří dokazují, že způsob získání podniku skutečně ovlivňuje vlastníkovu ochotu jej prodat. Studie teorie připoutání k majetku také uvádí, že WTA je ovlivněna historií vlastnictví (Ariely et al., 2005; Strahilevitz, Loewenstein, 1998) a „majetnictví“ (a tak i ocenění) roste s délkou vlastnictví. Autoři předpokládají, že delší trvání vlastnictví podporuje vztah mezi emočními benefity a emoční hodnotou – v případě krátké držby je méně pravděpodobný rozvoj emoční hodnoty. Míra, s jakou jsou emoční přínosy z vlastnictví transformovány do emoční hodnoty, je nakonec podporována ještě citovým závazkem k vlastnickému podílu. Ten je definován jako „připoutání“ charakterizované identifikací s účastí v organizaci a dle výzkumů (Herscovitch, Meyer, 2002) je vyvolán, kromě jiných faktorů, pracovní zkušeností, kompetencemi a autonomním rozhodováním. Autoři tak předpokládají, že vztah mezi emočními benefity a emoční hodnotou je ovlivněn citovým závazkem, kdy vyšší míra citového závazku podporuje emoční benefity – emoční hodnotu (Zellweger, Astrachan, 2008).

3.2.2.2 Emoční náklady

V rámci konceptu WTA je dále na základě výzkumu definováno pět emočních nákladů vyplývajících z vlastnictví podílu: a) pracovní poptávka, b) vyčerpání, c) konflikt rolí, d) zodpovědnost a e) izolace. Jako další podstatný faktor modelu autoři stanovují náklady na odchod, přičemž zmiňují, že vlastníci berou odchod z organizace jako velmi nákladný vzhledem k úsilí, které do podnikání vložili, a tak čelí utopeným nákladům (*sunk cost*), které odvozují z výše zmíněných emočních nákladů (Shepherd, Zacharakis, 2000)⁶. Tyto náklady ovlivňují rozhodnutí směrem k neopuštění společnosti – ve snaze vyhnout se plýtvání již vynaložených prostředků (Arkes, Ayton, 1999). Očekává se, že budou vyžadovat náhradu za utopené náklady, a budou tedy vykazovat vyšší emoční hodnotu. Nicméně kompenzace také může být omezena v závislosti na velikosti emočních nákladů – přerostou-li určitou hranici, majitelé se mohou chtít podílu zbavit i za cenu akceptace nižší ceny. Za tímto bodem, kdy emoční náklady překročí únosnou mez, se předpokládá, že majitelé budou zobrazovat nižší emoční hodnotu. Náklady odchodu mohou být různé – nedostatek alternativních pracovních příležitostí či utopené náklady související s osobní angažovaností vloženou do podniku. Další překážka odchodu se může skrývat v identitě, která se překrývá mezi majetkem, rodinou a podnikem (Dyer, Whetten, 2006). Specifickým problémem vyplývajícím z této identity překrývání je, že v reakci na emoční náklady (rodinné hádky nebo nežádoucí rodinná pověst) majitelé rodinného podniku nemohou jednoduše opustit organizaci. Náklady na odchod mohou být zvýšeny i altruismem mezi členy rodiny (Schulze, Lubatkin, Dino, Buchholtz, 2001). Shrme-li výše uvedené, pak autoři očekávají, že v případě vysokých nákladů na odchod budou úvahy o utopených nákladech posíleny, a tak povedou ke zvýšené emoční hodnotě

⁵ Strahilevitz a Loewenstein (1998) zjistili, že pro lidi nejcennějším majetkem je ten, který jim připomíná přítele nebo člena rodiny (Zellweger, Astrachan, 2008).

⁶ Shepherd and Zacharakis (2000) zjistili, že čím vyšší je investované úsilí a čas v podniku, tím větší je vnímání hodnoty pro vlastníka podílu (Zellweger, Astrachan, 2008).

a naopak. S rostoucí úrovní nákladů na odchod je tedy podporován vztah mezi emočními náklady a emoční hodnotou (Zellweger, Astrachan, 2008).

Autoři (Zellweger, Astrachan, 2008) jdou v rámci svého konceptu ještě dál – za emoční náklady a benefity – a zdůrazňují vliv a) demografických faktorů (věku a pohlaví), b) kulturních faktorů a c) „prodejnosti“ na emoční hodnotu. Blíže se k těmto vyjadřují následovně.

3.2.2.3 Demografické faktory

Co se týče věku, v souladu s teorií připoutání k majetku je předpokládáno, že pokud není přítomna transgenerační perspektiva (možnost předat podnik další rodinné generaci) stárnutím se majitelé budou „odpojovat“ od vlastnického podílu. Autoři tak vyvozují tvrzení, že při absenci příležitosti předat vlastnictví v rámci rodiny, věk majitele negativně ovlivňuje emocionální hodnotu a naopak. Vzhledem k pohlaví pak předpokládají (v souladu s teorií připoutání k majetku), že připoutání k podílu se bude lišit v závislosti na pohlaví majitele – muži budou vykazovat silnější připoutání k podílu, který primárně slouží ke zvyšování finanční hodnoty, zatímco ženy budou mít tendenci zobrazovat silnější vazbu k majetkovým podílům, které slouží k uspokojení společenského užitku. Existuje zde tedy předpoklad, že pohlaví majitele ovlivňuje emocionální hodnotu (Zellweger, Astrachan, 2008).

3.2.2.4 Kulturní faktory

V souvislosti s kulturními dimenzemi (individualismus vs kolektivismus) identifikovanými Hofstedem (2001), Sharma a Manikutty (2005) předkládají tvrzení, že strategická setrvačnost a připoutání se může měnit v závislosti na tom, zda je organizace zakotvena v kolektivistické nebo individualistické společnosti. V kolektivistické společnosti jsou podnikatelské jednotky spíše vytvářeny, aby uspokojovaly neekonomické motivy rodiny, a tak jejich držení může být upřednostňováno před prodejem za účelem podpory rodinné harmonie. V individualistické společnosti bývají podniky vedené spíše ekonomickými principy a lidé v individualistických společnostech jsou méně řízeni sociálními omezeními a nefinančními aspekty vlastnictví podílu, které mohou tvořit připoutání (Sharma, Manikutty, 2005). Majitelé působící v individualistických kulturách tak méně pravděpodobně budou cítit emocionální připoutání k jejich podílu. Autoři očekávají, že – za jinak stejných předpokladů – majitelé v kolektivistických kulturách zobrazí vyšší úroveň emoční hodnoty než vlastníci v individualistických kulturách (Zellweger, Astrachan, 2008).

3.2.2.5 „Prodejnost“

V tomto případě existuje předpoklad, že „prodejnost“ (*marketability*) podílu sníží připoutání k majetku, a tak i emoční hodnotu. Shogren et al. (1994) říkají, že cenové srovnání (existence blízkých substitutů) potlačuje „majetnické“ úvahy. Autoři na základě tohoto tvrzení očekávají, že emoční hodnota u držných podílů, které nejsou veřejně obchodovatelné, bude vyšší oproti emoční hodnotě podílu, pro který jsou tržní ceny k dispozici, a u nichž tak dochází k eliminaci „majetnických“ úvah a zvýšení racionality majitelů pod tlakem a transparentností poskytnutou trhem. „Prodejnost“ majetkového podílu tedy, dle předpokladu, ovlivňuje emoční hodnotou. Vysoká úroveň prodejnosti oslabuje vztahy mezi emočními přínoy a náklady a emoční hodnotou (Zellweger, Astrachan, 2008).

Jak bylo naznačeno, paradigma vnímající důležitost emoční hodnoty pro subjektivní ocenění (obzvláště rodinných) podniků, je poměrně široké. Stále však představuje značně neprozkoumanou oblast a její aplikaci bude pravděpodobně předcházet ještě mnoho výzkumů, jež by poskytly odpověď nejen na to, které z těchto faktorů jsou opravdovými „emočními value drivers“, ale rovněž na to, jak na sebe působí emoční náklady a benefity nejen navzájem, nýbrž také jaké výsledky může přinášet jejich interakce s finanční hodnotou.

4 Vliv specifík rodinných podniků na jejich oceňování

„Lidé znají cenu všeho, ale hodnotu ničeho“ Oscar Wilde ⁷

⁷ Hasso, Duncan (2013).

Úvodní citát je často příznačný pro oblast „tradičního“ oceňování podniků a jeho relevantnost se stává ještě silnější v případě specifického oceňování rodinných podniků. Dosud předložené poznatky týkající se faktorů rodinných podniků dávají jednoznačný podnět k dalšímu a hlubšímu prozkoumání této problematiky v relaci k oceňování. Jak ukazuje literatura, specifické charakteristiky rodinných podniků, které představují v zásadě jejich konkurenční výhody a zásadní „value drivers“, mají vliv na jejich ocenění. Důležitý je zejména – vzhledem k finanční hodnotě – fakt, že z důvodu neschopnosti účetních informací reflektovat tyto faktory, jsou rodinné podniky systematicky podhodnocovány vzhledem k jejich skutečné vnitřní hodnotě, především z důvodu neakceptace povahy výnosů a ignorováním jejich kvality (Hasso, Duncan, 2013).

Další důležitou příčinou, z níž lze vyvozovat zmíněné podhodnocení, je ignorování cenných nehmotných aktiv, která hrají obzvlášť důležitou roli v ekonomice založené na znalostech. Přestože je obtížné vyčíslit hodnotu těchto nehmotných aktiv rodinných podniků, jejich existence nemůže být zpochybňována. Je rovněž nesporné, že budeme-li hovořit o „nevykázaných“ nehmotných aktivech, nelze tento problém – vyplývající z podstaty účetnictví – přisuzovat pouze rodinným podnikům. Avšak argumentace, a sice vyšší podíl IA faktorů u rodinných podniků (Sanchez et al., 2000; Villalonga, 2004), je podporována literaturou (Hasso, Duncan, 2013).

Kromě toho, jak bylo naznačeno, i odhad ocenění rizika (nákladů kapitálu) je u rodinných podniků složitější, a to především z důvodu charakteristického kapitálu (Hasso, Duncan, 2013).

V tradičním ocenění také chybí akceptace soukromých výhod, které vlastníci podniků čerpají v souvislosti s jejich rolí v podniku. I tyto by však měly být do ocenění zakomponovány, protože je pravděpodobné, že vlastníci budou očekávat jejich kompenzaci. Na druhé straně, zůstaly-li by skryté, mohly by mít rovněž vliv na konečné ekonomické ukazatele a zkreslovat výkonnost podniku.

Dalším aspektem, který si zasluhuje pozornost při oceňování rodinných podniků, je kromě „zkreslené“ finanční hodnoty (kterou můžeme vnímat jako racionální a kupci pravděpodobně snadněji objasnitelnou), hodnota emoční. Tato hodnota již reflektuje hodnotu pro samotného vlastníka a – ačkoli by mohlo být argumentováno, že se zdá být iracionální očekávat, že potenciální zájemce bude akceptovat jakékoli „emoce“ prodávajícího – je i tato perspektiva velmi důležitá. Bez jejího pochopení by mohl být pokus o jakékoli vyjednání o prodejní ceně nenávratně ztracen. Současně je uvědomění si její existence důležité pro samotné vlastníky, kterým může napomoci k pochopení jejich cenových požadavků a jejich následné obhajobě při prodeji.

Nelze opomenout ani fakt, že ocenění specifických charakteristik rodinných podniků samozřejmě závisí též na účelu ocenění a plánované budoucnosti daného podniku. Některé rodinné faktory totiž mohou existovat i mimo rodinný podnik, o jiné je možno prodejem nenávratně přijít. Jeví se proto jako důležité jednotlivé složky oceňovat i prostřednictvím této perspektivy a analyzovat – vzhledem k očekávanému vývoji – které z nich je možno do hodnoty zahrnout a které nikoli. Pokud by bylo účelné zachování složek „rodiny“, řešení představuje například účast vlastníka či klíčových zaměstnanců v rodinném podniku i po jeho prodeji.

Diskuze

Z předložených teoretických východisek vyplynulo, že vzhledem k nezpochybnitelným specifikům rodinných podniků, jsou tradiční oceňovací metody pro určení jejich hodnoty nevhodné, a bylo by tedy účelné je modifikovat. K tomuto kroku je však nejdříve nutné vymezit rodinný podnik. Jak příspěvek naznačuje, už pouhá definice předmětu oceňování skýtá mnohé překážky. Budoucí výzkum oceňování rodinných podniků by měl tedy v první řadě definovat kritéria, dle nichž bude možné podniky dělit na rodinné a nerodinné, popřípadě pro tento účel zvolit souhrn kritérií a díky jejich hodnotám vymezit míru jakési „rodinnosti“.

V souvislosti s dopadem na finanční ocenění podniku a akceptací going principu by bylo vhodné najít způsob, jak oceňovat IA faktory rodinných podniků stejně jako způsob, jak určovat „kvalitu“ zisku či jednotlivé složky rizika, a eliminovat tak podhodnocení rodinných podniků.

Co se týče emoční hodnoty podniku, bylo by užitečné pokusit se definovat její hlavní „value drivers“ s ohledem na rodinné podniky v České republice, které mohou být v souvislosti s kulturou a historií

rodinných podniků u nás odlišné. Emoční náklady a přínosy mohou být rovněž rozličné v rámci různých skupin rodinných podniků – například v závislosti na odvětví či „míře rodinnosti“. Mohlo by být též zajímavé zkoumat představené emoční náklady a benefity v závislosti na faktorech jako jsou velikost vlastněného podílu nebo způsob nabytí podílu.

Závěr

Předložený příspěvek se zabýval specifiky rodinných podniků především v relaci k jejich oceňování. Po úvodním shrnutí problematického vymezení rodinného podniku, jehož ustálení není doposud obecně zavedeno, byla věnována pozornost charakteristickým znakům rodinných podniků, z nichž vyplynul závěr o nevhodnosti aplikace současných metod na určení jejich hodnoty, které, dle literatury, vedou k jejich podhodnocení. V tomto směru oblast oceňování podniků nabízí příležitost pro hledání nových či modifikaci stávajících metod.

Další část práce byla věnována konceptům emoční hodnoty, která je obzvláště zřejmá právě u rodinných podniků, a jejíž dopad na určování hodnoty pro majitele je – v souvislosti s respektováním emocí v ekonomické oblasti – zřejmý. Akceptování vlivu emočních benefitů a nákladů na ocenění podniku je však poměrně novým směrem, který není dostatečně prozkoumán ve světovém měřítku, natož pak v rámci České republiky. Společně s přicházející „výměnou generací“ a rostoucím uvědoměním si důležitosti rodinného podnikání však představuje toto paradigma rozsáhlé možnosti pro další zkoumání, jehož aspirací by mělo být odhalení zásadních „value driverů“ emoční hodnoty.

Poděkování

Článek je výstupem výzkumného projektu “Vybrané otázky finančního řízení podniků v mezinárodním prostředí”, financovaného Interní grantovou agenturou VUT v Brně, reg. č. FP-S-15-2877.

Literatura

ASTRACHAN, J., JASKIEWICZ, P. (2008). *Emotional Returns and Emotional Costs in Privately Held Family Businesses: Advancing Traditional Business Valuation*. Family Business Review. San Francisco: Sage Publications, inc, 21 (2), pp 139 – 149. Retrieved from: http://search.proquest.com.ezproxy.lib.vutbr.cz/docview/211086519?rfr_id=info%3Axri%2Fsid%3Aپریمو.

CASPAR, CH. et al. (2010). *The five attributes of enduring family businesses*. Retrieved from: <http://www.mckinsey.com/business-functions/organization/our-insights/the-five-attributes-of-enduring-family-businesses>.

HASSO, T., DUNCAN, K. (2013). *Valuation of Family Firms: The Limitations of Accounting Information*. Australian Accounting Review. 23 (2), pp 135 – 150. Retrieved from: <http://web.b.ebscohost.com.ezproxy.lib.vutbr.cz/ehost/detail/detail?sid=46afef3d-e9f5-4c9a-8aa2-ae2b9046065%40sessionmgr120&vid=0&hid=125&bdata=Jmxhbmc9Y3Mmc2l0ZT1laG9zdC1saXZl#AN=88155774&db=bth>.

HESKOVÁ, M., VOJTKO, V. (2008) *Rodinné firmy: zdroj regionálního rozvoje*. Zeleneč: Profess Consulting, 138 p.

KACHANER, N., STALK, G., BLOCH, A. (2012). *What You Can Learn from Family Business*. Harvard Business Review Boston: Harvard Business Review, 90 (11), pp 102 – 106. Retrieved from: <http://web.b.ebscohost.com.ezproxy.lib.vutbr.cz/ehost/detail/detail?sid=aeaedef3-12fa-414a-86f7-417e6a165962%40sessionmgr102&vid=0&hid=125&bdata=Jmxhbmc9Y3Mmc2l0ZT1laG9zdC1saXZl#AN=82532641&db=bth>.

KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: C. H. Beck, 367 p.

KORÁB, V., HANZELKOVÁ, A., MIHALSKO, M. (2008). *Rodinné podnikání*. Brno: Computer Press, 176 p.

MACHEK, O., HNILICA, J. (2015) *Hodnocení vlivu zastoupení rodiny ve vlastnické a řídicí struktuře firem na jejich finanční výkonnost pomocí metody zkoumání shody párů*. Politická ekonomie Praha, 63 (3), pp 347 – 342.

MAŘÍK, M. a kol. (2011). *Metody oceňování podniku – Proces ocenění základní metody a postupy*. Praha: Ekopress, 494 p.

Občanský zákoník. 89/2012 Sb. Retrieved from: aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/ViewFile.aspx?type=c&id=6144.

ODEHNALOVÁ, P. (2011). *Přednosti a meze rodinného podnikání*. Brno: Masarykova univerzita, 144 p.

RYDVALOVÁ, P., HORYNOVÁ, E. a ZBRÁNKOVÁ, M. (2016). *Family business as source of municipality development in the czech republic*. Amfiteatru Economic. Bucharest: Bucharest Academy of Economic Studies, Faculty of Commerce, 18 (41), pp 168 – 183. Retrieved from: http://search.proquest.com.ezproxy.lib.vutbr.cz/docview/1779934979?rfr_id=info%3Axri%2Fsid%3Aprimo.

SABOLOVIČ, M. *Stanovení hodnoty podniku*. (2011). Brno: Mendelova univerzita v Brně.

SIRMON, D., HITT, M. (2003). *Managing Resources: Linking Unique Resources, Management, and Wealth Creation in Family Firms*. *Entrepreneurship Theory and Practice*. Oxford, UK and Malden, USA: Blackwell Publishing Ltd, 27 (4), pp 339 – 358. Retrieved from: <http://web.b.ebscohost.com.ezproxy.lib.vutbr.cz/ehost/detail/detail?sid=ed396a61-c888-41f0-8cdb-e770c3294f7c%40sessionmgr102&vid=0&hid=125&bdata=Jmxhbm9Y3Mmc2l0ZT1laG9zdC1saXZl#AN=10018203&db=bth>.

ZELLWEGER, T., ASTRACHAN, J. (2008). *On the Emotional Value of Owning a Firm*. *Family Business Review*. San Francisco: Sage Publications, inc, 21 (4), pp 347 – 363. Retrieved from: http://search.proquest.com.ezproxy.lib.vutbr.cz/docview/211072110?rfr_id=info%3Axri%2Fsid%3Aprimo.

Kontakt na autora

Ing. Klára Zapletalová
Vysoké učení technické v Brně
Fakulta podnikatelská,
Ústav financí
Kolejní 2906/4, 612 00 Brno
Česká republika
xpzaple01@fbm.vutbr.cz